



HELLERICH

VERMÖGENSMANAGEMENT

Bericht zum dritten Quartal 2014

„Die Grundlagen für einen schwächeren Wechselkurs sind nun besser, als sie vor einigen Monaten waren“, erklärte EZB-Präsident Mario Draghi am 21.08.2014 in Jackson Hole.

Die von Mario Draghi verfolgte Politik der gezielten Euro-Schwächung trug im dritten Quartal erste Früchte. Der Wechselkurs der Gemeinschaftswährung gab gegenüber dem

US-Dollar um neun Prozent nach und fiel auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2012. Die „verbale Intervention“ des EZB-Präsidenten ist dabei auch als Antwort auf eine globale konjunkturelle Stimmungseintrübung zu sehen. Vor allem im Euroraum kommt die Industrie durch die Sanktionen im Ukraine-Konflikt unter Druck. Der deutlichen Abschwächung des Geschäftsklimas folgen inzwischen auch schlechtere realwirtschaftliche Daten. Diese signalisieren aktuell einen Wachstumsstillstand. Insofern wird die Abschwächung des Euro ebenso wie die anhaltende Nullzinspolitik von der Industrie als willkommene Entlastung angenommen.



Die Verschlechterung der wirtschaftlichen Stimmung machte sich auch an den internationalen Aktienmärkten bemerkbar. Unter den Weltregionen musste Europa die stärksten Kursabschläge hinnehmen. Die italienische Aktienbörse verlor seit dem Hoch Anfang Juni beispielsweise über 18 Prozent an Wert, der portugiesische Index sogar über 33 Prozent! Auch in den USA und Asien kam es zu Kursverlusten. Diese hielten sich aber in vergleichsweise engen Grenzen. Ein Gegensteuern der Notenbanken und ein sich wieder aufhellendes Konjunkturbild könnten den Börsen jedoch recht schnell wieder Auftrieb verleihen.

In Übereinstimmung mit Wirtschaftsexperten gehen wir davon aus, dass die Konjunktur des Euroraums erst ab Anfang kommenden Jahres wieder allmählich Anschluss an den Aufschwung in anderen Weltregionen wie den USA und Asien finden wird.

Im Nachhinein entpuppte sich die im zweiten Quartal vorherrschende freundliche Tendenz an den internationalen Kapitalmärkten als Ruhe vor dem Sturm. Als dieser dann aufzog, erfasste er im Verlauf des dritten Quartals sämtliche Anlageklassen mit zunehmender Heftigkeit und erreichte in der ersten Oktoberhälfte seinen vorläufigen Höhepunkt.

Eine Hauptrolle spielten hierbei die immer deutlicher hervortretenden wirtschaftlichen Schwächesignale aus Europa, die den Internationalen Währungsfonds (IWF) zu einer Reduzierung seiner Wachstumsprognose veranlassten. Hatte der IWF in seinem Zwischenbericht Anfang Juli noch ein Weltwirtschaftswachstum von 3,5 Prozent für 2014 und von 4,0 Prozent für 2015 prognostiziert, reduzierte er in seinem Bericht von Anfang Oktober seine Schätzungen um insgesamt fast 0,5 Prozent. Damit würde sich im Jahr 2014 die globale Konjunkturschwäche des Vorjahres fortsetzen – mit entsprechend negativen Folgen für Unternehmensgewinne und Staatsverschuldung.

Den Anfang der allgemeinen Marktkorrektur machten die Rohölpreise. Trotz der krisenhaften Zuspitzung im Nahen Osten brachen diese von Ende Juni bis Anfang Oktober um mehr als 25 Prozent ein und erreichten ein Niveau von 84 US-Dollar pro Fass (Brent). Ausschlaggebend hierfür dürften zum einen geringere Nachfrageerwartungen, zum anderen ein höheres Förderaufkommen aus den USA aufgrund von Fracking sein. Das nächste „Opfer“ des Stimmungsumschwungs – aber auch politisches Ziel – war der Euro, der seit Jahresmitte gegenüber dem US Dollar über zehn Prozent an Wert eingebüßt hatte.

Die Aktienkurse konnten sich nach einer Schwächephase Anfang August zunächst noch einmal bis Mitte September erholen, als die Schotten in einem Referendum **gegen** die Abspaltung stimmten. Danach gerieten Aktien jedoch massiv unter Druck. Schlagzeilen wie „die Eurokrise ist zurück“ (Handelsblatt 15. Oktober) zeigten Parallelen zu 2011 auf, als die Furcht vor einem Auseinanderbrechen des Euroraums Anleger reihenweise in „sichere“ Anlagen wie Rentenwerte trieb.

Die internationalen Rentenmärkte (der solventen Länder) profitieren gleich doppelt von den jüngsten Entwicklungen. Zum einen durch ihre Stellung als „sichere Häfen“, in die sich Anleger bei aufziehenden Krisen zurückziehen und zum anderen durch die Reaktion der Notenbanken auf die aktuellen Deflationsbefürchtungen: Die EZB versucht gegenwärtig, den Zinsrückgang bei Staatsanleihen auch auf den Bereich Kreditkosten zu übertragen und startet neue Anleihekaufprogramme. Die US-Notenbank ist aus Sorge über die aktuelle Wachstumsschwäche möglicherweise gerade dabei, den Startschuss für Zinsanhebungen weiter in die Zukunft zu verschieben.

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ging in diesem Zusammenhang von 1,1 Prozent auf 0,8 Prozent zurück und erreichte damit ein neues historisches Tief. Aber auch die zehnjährigen US-Zinsen fielen mit 2,1 Prozent auf ein Tief, das zuletzt Anfang 2013 erreicht wurde. Andererseits gerieten die Anleihen südeuropäischer Länder aufgrund der Marktverunsicherung wieder unter Druck (Schlagzeile „Eurokrise“). Jedoch hielten sich die jüngsten Kursverluste bisher in engen Grenzen, was möglicherweise als Vertrauensvorschuss in die bevorstehende Bankenunion zu werten ist.

Von den Turbulenzen weitgehend verschont blieben dagegen querbeet die Aktienmärkte der Schwellenländer. Diese konnten zwar ihre zwischenzeitlich erreichten Rekordstände nicht behaupten (Türkei, Hongkong, Indien), verzeichneten jedoch innerhalb des Quartals noch Zuwächse. Diese Entwicklung sehen wir als mögliches Anzeichen einer Renaissance der Schwellenländer.

Comeback der Schwellenländer

Nachdem die Märkte der Schwellenländer in den letzten Jahren an Zuspruch verloren hatten und im Frühjahr 2013 aufgrund der Zinswende in den USA unter Druck geraten waren, mehren sich nun die Anzeichen für ein Comeback. Spiegelbildlich zur Situation der letzten Jahre profitieren sie nun zum einen vom internationalen Zinsrückgang, zum anderen aber auch von den jeweiligen

Strukturreformen. Beispielhaft hierzu seien drei Länder erwähnt, bei denen Reformen angekündigt und zum Teil sogar bereits umgesetzt wurden: China, Indien und Mexiko.

In China, das vor allem wegen der Proteste in Hongkong zuletzt in den Schlagzeilen war, gibt es auch positive Nachrichten für Anleger. Hierzu zählen vor allem die angepeilte Liberalisierung des Kreditmarktes, die entgegen bisherigem Anschein (s. Bericht zum zweiten Quartal) nun doch in Bewegung gekommen ist: Durch die Freigabe von Zinsen sollen Banken Anreize erhalten, Kredite nach Bonität gestaffelt an private Unternehmen zu vergeben und damit die Schattenbanken auszustechen. Vor diesem Hintergrund hat die Notenbank die Liquidität zuletzt deutlich ausgeweitet. Positives gibt es auch im Hinblick auf die für 2016 geplante Freigabe des Wechselkurses zu berichten, die den ausländischen Anlegern mehr Flexibilität gewähren soll. Damit wird letztlich auch die Aufspaltung des Aktienmarktes nach Währungen aufgehoben. Denn bisher werden die meisten Aktien nur in Yuan gehandelt (A-Aktien); lediglich eine Minderheit von ca. fünf Prozent werden in US-Dollar oder in HK-Dollar gehandelt (B-Aktien) und sind somit unmittelbar Ausländern zugänglich. Die Einrichtung einer Börsenallianz von Schanghai und Hongkong im Oktober wird die Konvertierbarkeit weiter beschleunigen.

In Indien sind mit dem Wahlsieg des konservativen Narendra Modi hohe Erwartungen an die Bekämpfung von Korruption sowie die Steigerung der Effizienz der staatlichen Bürokratie verknüpft. Ein weiterer Schwerpunkt für Modi ist der Ausbau der Infrastruktur. Diese gilt derzeit als einer der größten Engpässe für den wirtschaftlichen Fortschritt des Landes. Eine Verbesserung auf dieser Seite dürfte damit weitere Voraussetzungen für eine nachhaltige Beschleunigung des Wirtschaftswachstums schaffen. Bereits die alte Regierung hatte mit der Liberalisierung von Schlüsselsektoren der Wirtschaft wie Handel und Telekommunikation einen Anreiz für private Investitionen gegeben. Dies wird unter Wirtschaftsexperten positiv beurteilt. So hat der IWF gerade seine Wachstumsschätzung für 2014 um 0,2 Prozent auf 5,6 Prozent angehoben.

Mexiko gilt derzeit als weiterer Musterknabe unter den Schwellenländern. Grund hierfür ist die weitreichende Deregulierung in den sogenannten Netzwerk-Industrien. Allein im Telekom-Sektor werden durch die Marktöffnung bis 2018 Investitionen in Höhe von umgerechnet 40 Milliarden erwartet. Nicht zuletzt aufgrund der marktwirtschaftlichen Reformen hat der IWF seine Wachstumsprognose für 2015 auf 3,5 Prozent erhöht. Das ist mehr als das Doppelte der 1,4 Prozent, die für das Wirtschaftswachstum des lateinamerikanischen Rivalen Brasilien vorausgesagt werden.

Euroraum Bankenunion

Mit der Übernahme der Bankenaufsicht durch die EZB am 4. November erreicht das Projekt Europäische Bankenunion einen weiteren Meilenstein. Damit endet gleichzeitig eine Phase der Unsicherheit für Banken wie für Investoren. Denn im Vorfeld der Aufsicht hat die EZB die Bilanzen der ihr anvertrauten Institute einer umfassenden Überprüfung (Asset Quality Review) und entsprechenden Stresstests unterzogen. Dies hat die betroffenen Banken offenbar zur Zurückhaltung bei ihrer Kreditvergabe veranlasst. Insbesondere das Volumen von Unternehmenskrediten ist seit Frühjahr 2012 rückläufig und liegt aktuell (August 2014) 2,2 Prozent unter dem Vorjahreswert. Denn schließlich sind Kredite als risikotragende Aktiva im besonderen Fokus der Aufseher, zumal in Südeuropa derzeit zweistellige Kreditausfallraten gemeldet werden.

Um diesen unerwünschten Effekt der Vorbereitungen zur Bankenunion abzufedern, hat die EZB in ihrer Sitzung am 4. September ein vorbereitetes Kreditprogramm (TLTRO, gezielte Langfristoperation) aufgelegt. Dadurch soll den Banken wieder ein größerer Zugang zu Zentralbankgeld ermög-

licht werden. Auch der Ankauf von verbrieften Unternehmenskrediten von den Banken zielt in diese Richtung. Hierbei können sich die Institute für bis zu vier Jahre zusätzliche Liquidität zum derzeitigen sehr niedrigen Zinssatz beschaffen.

Allerdings stieß dieses Programm bisher nur auf mäßige Resonanz bei den Banken. Statt der von der EZB erhofften 200 Milliarden Euro verschafften sich die Banken in der ersten TLTRO-Operation am 17. September lediglich 82 Milliarden Euro. Sollte sich bei der nächsten derartigen Operation, die für Dezember anberaumt ist, keine Änderung ergeben, wird sich die EZB unter Druck sehen, das Programm auf weitere Wertpapiere wie Staatsanleihen auszuweiten.

Alles in allem erhöht sich durch die Europäische Bankenunion der Spielraum der EZB, die weithin als notwendig erachtete Schrumpfung des Bankensystems durch eine expansive Geldpolitik abzufedern. Dies würde letztlich zu einer nachhaltigen Gesundung der Banken in Europa beitragen.

Ausblick und Schlussfolgerungen für Anlageklassen

Die Weltwirtschaft befindet sich Anfang des vierten Quartals noch in einer Phase einer (vorübergehenden) Abkühlung. Zur Jahreswende ist jedoch ausgehend von den USA und China wieder mit einem Anziehen des globalen Wachstums zu rechnen. Vor diesem Hintergrund scheint die aktuelle Korrektur an den Aktienmärkten in ihrer Spätphase und dürfte bereits zur Jahreswende von einer breit angelegten Erholung abgelöst werden. Ähnliches gilt für Rohstoffe einschließlich Gold. Auf den Rentenmärkten dürften Staatsanleihen gerade ihr Renditetief durchschreiten. Insbesondere in den USA rechnen wir angesichts eines anziehenden Wirtschaftswachstums im kommenden Jahr mit einem merklichen Anstieg der Renditen.

Übersicht Marktdeterminanten	
Positiv	
+	Globales Wachstum positiv bei 3,5 % für 2015 (IWF)
+	Wachstumsbeschleunigung in den USA
+	Abbau von Überbewertungen nach Rückschlag
+	Gute Liquiditätsversorgung der Märkte
+	Anziehendes Wachstum in den Schwellenländern
Negativ	
--	Krisenherde auf globaler Ebene
--	Schwache Rohstoffpreise
--	Schwache Kreditvergabe der Banken
--	Ungelöste Schuldenproblematik
--	Möglicher Zinsanstieg in den USA

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Der Bericht dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Inhalte dürfen nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne Vorankündigung wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quelle für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

Diese Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung der DR. HELLERICH & CO GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden.